

Franc suisse et marché international des capitaux

Autor(en): **Puhr, Christian F.**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **42 (1984)**

Heft 2: **Problèmes monétaires**

PDF erstellt am: **26.09.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-139154>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Franc suisse et marché international des capitaux

Christian F. Puhr,
directeur,
Société de Banque Suisse, Bâle

En 1982, les exportations officielles de capitaux de la Suisse se sont élevées à 37,532 milliards de francs suisses. Pour 1983, seules existent actuellement des estimations. Mais on a tout lieu de croire que les exportations de capitaux de l'an dernier atteindront un volume comparable à celui de 1982 (à fin novembre 1983, les transactions du marché des capitaux en faveur des débiteurs étrangers, transactions autorisées par la Banque Nationale Suisse, ressortaient à Fr. 36,460 milliards).

Ces chiffres concernent le marché officiel des capitaux: autrement dit, il s'agit d'emprunts d'une contre-valeur d'au moins Fr. 10 millions et d'une durée de 12 mois et plus, qui sont contractés par des débiteurs non suisses, soit sur notre marché des capitaux, soit directement auprès des banques et sociétés financières nationales régies par la Loi fédérale sur les banques. Quant aux sorties inofficielles, c'est-à-dire les placements effectués directement à l'étranger par des particuliers ou des sociétés — par exemple sous forme d'actions, de placements sur le marché de l'argent, de terrains et d'immeubles, d'investissements dans des filiales — il n'existe pas à ce sujet de statistiques officielles. Il n'existe pas davantage d'estimations officielles sur ces types d'opérations difficilement saisissables. On ne peut recourir qu'aux chiffres qui situent le total des avoirs suisses à l'étranger à Fr. 438 milliards¹.

Pour le besoin de notre propos, seul nous intéresse le marché officiel des capitaux. Il concerne en effet les transactions en francs suisses des emprunteurs étrangers. Comme nous aurons l'occasion de le constater, les exportations de capitaux suisses ont crû sans cesse au cours des dernières années et ce, bien qu'un nombre considérable de débiteurs fassent souvent part de leurs scrupules à s'endetter en francs suisses. Ces scrupules s'expliquent par le fait que notre monnaie est suspecte de réévaluation et que les expériences de bon nombre de débiteurs sont plutôt douloureuses puisque, fréquemment, la valeur externe des francs suisses initialement empruntés sur le marché des capitaux se révèle s'être sensiblement appréciée quand survient l'échéance du remboursement.

Il est un fait remarquable, en vérité, que la cote du franc suisse en tant que monnaie d'emprunt ne cesse de croître alors même que la force qui lui est attribuée devrait le rendre «dangereux» aux yeux des emprunteurs. Au cours de ses cent trente ans d'histoire, le franc suisse n'a été dévalué qu'une seule fois, le 31 mai 1940, après que sa parité-or eut oscillé depuis le 27 septembre 1936 entre 190 et 215 milligrammes d'or fin². Le 9 mai 1971, le franc

¹ «La place financière suisse: Notre pays conserve sa position fortement créancière du monde», par G. Hennet, *Journal de Genève*, 30 septembre 1983.

² Voir à ce propos: «Les exploits du franc suisse», dans *Onze monnaies plus deux*, par R. Sédillot, Paris 1972, pages 163 à 181.

suisse fut réévalué d'un peu plus de 7%, ce qui ramena la parité du dollar des Etats-Unis de Fr. 4,37 à Fr. 4,08. Puis le dollar ayant été dévalué en décembre de la même année, le cours de la monnaie américaine tomba à Fr. 3,76. Depuis lors, hormis quelques fluctuations, la valeur du franc suisse s'est appréciée, lentement mais sans discontinuer, face à toutes les monnaies convertibles, comme le montre le tableau suivant :

Evolution, depuis 1972, du cours de change du franc suisse par rapport à d'importantes monnaies librement convertibles

Date	\$ US	DM	£	Yen	FF
31.12.1973	3,23	120,16	7,52	1,15	68,94
1974	2,50	104,75	5,88	-,85	56,75
1975	2,61	99,84	5,30	-,86	58,61
1976	2,43	103,75	4,16	-,83	49,36
1977	1,99	94,90	3,78	-,82	42,40
1978	1,62	88,90	3,30	-,83	38,70
1979	1,59	92,10	3,54	-,66	39,40
1980	1,77	90,20	4,21	-,87	39,10
1981	1,80	79,80	3,44	-,82	31,60
1982	2,00	84,00	3,24	-,85	29,75
1983	2,18	80,15	3,16	-,94	26,20

Vis-à-vis de bon nombre d'autres monnaies, telles les monnaies scandinaves, la lire italienne ou la peseta espagnole, le franc suisse a également enchéri.

S'endetter en francs suisses est, par conséquent, une opération qui comporte des risques. Certains emprunts dont la durée atteignait régulièrement 15 ans autrefois se sont révélés extrêmement onéreux pour leurs émetteurs. Ainsi pour des sociétés anglaises. Un débiteur britannique qui, à la fin de 1967, avait contracté un emprunt de Fr. 100 millions avait reçu à l'époque la contre-valeur de 9 606 000 livres sterling. Fin 1982, il lui a fallu rembourser ces 100 millions au cours de Fr. 3,24 pour une livre, soit au total 30 864 000 livres. Rien qu'en capital, donc, le coût de l'emprunt a plus que triplé. Mais même au niveau de la charge d'intérêts, cet emprunt n'a cessé d'enchérir, d'autant plus que la livre s'est dépréciée d'année en année. Un emprunt à 5 ½% valeur 1967 a coûté au débiteur 15 ans plus tard — sans tenir compte de la charge supplémentaire d'intérêts — beaucoup plus cher qu'à l'origine. Dans le cas cité plus haut, la charge moyenne ressort à 20% par an, et même davantage si l'on prend en considération la hausse annuelle du coût du loyer de l'argent exprimé en livres. Dans l'optique d'émetteurs français, un endettement en francs suisses s'est révélé encore plus insupportable. Et pourtant, l'accroissement des exportations de capitaux de la Suisse laisse à penser que la force de notre monnaie ne constitue pas, en l'occurrence, un obstacle insurmontable. Au contraire, on a l'impression que le danger d'une revalorisation permanente n'empêche pas les émetteurs d'emprunts de s'endetter toujours davantage dans notre monnaie.

Lorsqu'on considère les exportations de capitaux avalisées par la BNS, on s'aperçoit que la monnaie suisse a connu une demande sans cesse accrue au cours des dernières années. Bien que cela n'apparaisse pas dans les chiffres présentés ici, l'introduction des « notes » ou obli-

gations à moyen terme non cotées ne remonte qu'à l'année 1968. A l'époque, le volume global des exportations de capitaux suisses soumises à autorisation s'élevait à Fr.s. 2 milliards 605 millions. Dix ans plus tard, en 1978, ce chiffre était de près de 22 milliards. Durant toute cette période, les exportations de capitaux ont, avec des taux de croissance variables certes, augmenté pratiquement sans discontinuer, évolution qui a été favorisée par la BNS par suite d'un afflux important et soutenu de fonds étrangers. De 1968 jusqu'au régime des parités flottantes instauré au début de 1973, les exportations de capitaux étaient encore soumises à diverses restrictions (restrictions concernant le mode de répartition et de placement des coupures, convertibilité obligatoire des opérations d'exportation de capitaux³; à partir de 1975, cependant, les restrictions furent successivement supprimées et les dispositions relatives aux exportations de capitaux allégées. En 1978, «la politique d'exportation des capitaux était entièrement au service de la politique des changes»⁴.

*Exportations de capitaux soumises à autorisation,
en millions de francs suisses*

Année	Emprunts ¹ (1)	Notes ² (2)	Crédits ² (3)	Total (1-3)
1974	1 011,2	2 769,0	1 876,0	5 656,2
1975	2 390,1	7 161,6	2 482,3	12 134,0
1976	3 510,0	10 483,4	5 166,9	19 160,3
1977	3 684,0	9 318,5	5 263,0	18 265,5
1978	4 430,3	8 996,4	8 463,6	21 890,3
1979	5 205,8	10 344,9	11 318,7	26 869,4
1980	5 485,7	8 398,0	9 438,3	23 322,0
1981	7 575,0	11 846,0	12 784,0	32 205,0
1982 ³	9 974,5	17 708,0	9 848,9	37 532,2
1983 ⁴	10 417,0	19 450,0	9 250,0	39 117,0

¹ Valeur à l'émission.

² Y compris les crédits en monnaies étrangères.

³ Chiffres provisoires.

⁴ Estimations de la Société de Banque Suisse.

L'envolée des exportations de capitaux suisses est un phénomène unique qui n'a son pareil dans aucun autre pays. Comme nous le constaterons plus loin, la Suisse apporte à cet égard une contribution exceptionnelle au marché international des capitaux puisque ses exportations atteignent, par rapport au volume total des fonds brassés par le marché, un montant jamais égalé nulle part ailleurs.

En revoyant, en 1980, les dispositions applicables aux exportations de capitaux, la BNS a apporté divers allègements dans le domaine des «notes», puisque toutes les banques de notre pays eurent désormais la possibilité de participer au placement de ces titres qui firent également l'objet d'un marché secondaire limité. Citons à ce propos la Banque nationale:

³ Cf. *Les 75 ans de la Banque Nationale Suisse*, Zurich, 1981, pages 191 et ss.

⁴ *Idem*, page 202.

«La révision des dispositions relatives aux exportations de capitaux reflète un certain changement d'attitude de la Banque nationale envers l'internationalisation du franc. Depuis que les cours de change flottent, le besoin des investisseurs étrangers de diversifier leurs placements dans plusieurs monnaies s'est amplifié, et le volume des capitaux cherchant à se placer n'a cessé d'augmenter du fait des recettes accrues des pays producteurs de pétrole. La demande de placements en francs s'est donc intensifiée; elle aurait été satisfaite en majeure partie hors du pays si les dispositions en matière d'exportation de capitaux étaient restées inchangées. En les révisant, la Banque nationale a instauré une politique d'internationalisation contrôlée du franc, qui lui a permis d'obtenir une meilleure information sur l'utilisation de notre monnaie à l'étranger. Elle a cherché aussi à faire revenir en Suisse des opérations qui se traitaient ailleurs. Elle a notamment admis que des banques centrales fassent des placements en francs, qu'il s'agisse de souscrire des obligations d'emprunts publics étrangers et des «notes» ou de participer à des crédits.»

La comparaison de nos exportations de capitaux avec celles d'autres pays révèle que le marché suisse des capitaux est, parmi toutes les places financières contrôlées, celle qu'on peut considérer aujourd'hui comme étant de loin le plus important créancier des emprunteurs étrangers. Les chiffres suivants l'attestent:

Emprunts étrangers offerts à la souscription hors des Etats-Unis, monnaie par monnaie (exprimés en millions de dollars des EU)

Année	DM	Fr.s.	Fl.	Yen	Autres*	Total
1974	263	703	—	—	160	1 126
1975	1 064	2 591	137	—	206	3 998
1976	1 058	3 822	571	—	313	5 764
1977	2 087	3 463	211	—	1 486	7 247
1978	3 789	5 698	385	3 826	671	14 359
1979	5 379	9 777	75	1 833	685	17 749
1980	4 839	7 617	259	1 088	718	14 521
1981	1 310	8 285	481	2 457	1 284	13 817
1982	2 952	11 432	956	3 418	1 693	20 451

* En 1974, le fl. et le yen figurent à la rubrique «autres». Il en est de même pour le yen en 1975, 1976 et 1977.
Source: Morgan Guaranty Trust Company: *World Capital Markets*.

La comparaison avec le marché international des capitaux et les émissions étrangères aux Etats-Unis donne le tableau suivant (en millions de dollars des EU):

Année	Marché des euro-obligations	Emprunts étrangers aux EU	Emprunts étrangers hors EU	Total
1974	2 061	3 201	1 126	6 388
1975	8 580	6 219	3 998	18 797
1976	14 036	9 856	5 764	29 656
1977	17 584	7 286	7 247	32 117
1978	14 125	5 795	14 359	34 279
1979	18 726	14 515	17 749	50 990
1980	23 970	3 429	14 521	41 920
1981	31 616	7 552	13 817	52 985
1982	51 645	5 946	20 451	78 542

Source: Morgan Guaranty Trust Company: *World Capital Markets*.

A partir de ces chiffres, il est possible de calculer la part revenant au franc suisse dans l'ensemble du marché international des capitaux (à noter que nous n'avons pas tenu compte des opérations de crédit *roll-over*, qui tombent plutôt sous le coup du marché de l'argent). Trois choses frappent à cet égard:

1. Les emprunts du marché des capitaux offerts en souscription à des débiteurs étrangers et libellés en francs dépassent en volume toutes les transactions de ce genre faites en d'autres monnaies. La part du franc représente à l'heure actuelle plus de 50% du volume total d'emprunts émis dans cette catégorie.
2. Le volume des emprunts contractés à l'étranger en francs est aujourd'hui plus élevé que le volume des mêmes emprunts (dits «Yankee-Bonds») émis sur le marché américain des capitaux.
3. Par rapport au volume traité sur l'ensemble du marché international des capitaux, c'est-à-dire l'euro-marché et les emprunts contractés à l'étranger, la part du franc oscille durant la période étudiée entre 10,8 et 23,8%. Cela fait de notre monnaie la plus importante au monde après le dollar des Etats-Unis qui, comme chacun sait, détermine le volume des affaires traitées sur le marché des euro-obligations⁵.

On peut s'étonner à bon droit d'une telle évolution. N'avons-nous pas en effet constaté, en introduction, que le franc suisse est une monnaie suspecte de revalorisation, ce qui devrait amener les emprunteurs à l'éviter? Comment expliquer qu'en dépit de cet aspect éminemment négatif, le franc éclipse actuellement des monnaies comme le mark, le florin et le yen chaque fois qu'il s'agit de persuader les débiteurs d'emprunter dans une monnaie étrangère?

⁵ Compte tenu du fait qu'un grand nombre de crédits *roll-over* en euro-dollars sont utilisés également en francs suisses, il est permis de supposer en effet que notre monnaie est, après le dollar des EU, la monnaie internationale la plus influente.

Les causes de ce phénomène sont multiples et nous allons les passer en revue l'une après l'autre :

1. Nous avons brièvement évoqué la politique libérale de la BNS en matière d'exportations de capitaux. C'est à elle que les banques doivent d'avoir réussi, ces quinze dernières années, à donner au marché suisse des capitaux une réputation qui s'illustre essentiellement par trois mots: continuité, constance et sûreté. Hormis de rares périodes de flottement, les débiteurs étrangers ont toujours eu la faculté de recourir à notre marché lorsque d'autres étaient clos. Cela tient au fait que les exportations de capitaux sont, en Suisse, indissociables de la politique monétaire de notre banque centrale, tandis que dans d'autres pays, cette politique repose dans une mesure beaucoup plus faible sur les exportations de capitaux. En effet, on hésite dans bon nombre de pays à promouvoir l'exportation de capitaux de peur d'encourager l'exode de fonds. Un tel exode aurait pour effet de contribuer non seulement à la hausse des taux d'intérêt sur le marché local mais encore à la baisse de la devise sur le marché des changes.
2. Bien que le franc soit suspect de réévaluation, le niveau du loyer de l'argent a toujours été relativement bas en Suisse, ce qui n'est le cas sur aucun autre marché financier. C'est ainsi qu'on a noté sur les marchés étrangers, en 1979 et 1982, les rendements moyens suivants pour les obligations de l'industrie (valeur à fin décembre):

	1979	1982
Etats-Unis	10,75%	11,75%
Canada	12,07%	13,05%
Japon	8,34%	7,55%
Australie	11,65%	15,00%
Angleterre	14,96%	13,34%
France	12,92%	15,91%
Allemagne	8,20%	8,20%
Pays-Bas	9,95%	7,80%
Norvège	10,53%	14,13%
Espagne	11,77%	17,10%
Suède	10,21%	13,37%
<i>Suisse</i>	<i>5,53%</i>	<i>5,92%</i>
Corée	32,50%	15,90%
Venezuela	14,55%	18,00%

Source: Morgan Guaranty Trust: *World Financial Markets*.

Quoiqu'il s'agisse ici du niveau de rémunération ayant cours en Suisse, notre pays fait meilleure figure que les autres, même si on lui compare les taux d'intérêt applicables aux emprunts contractés à l'étranger. Il apparaît de manière frappante que le niveau des taux d'intérêt aux Etats-Unis est pratiquement le double du niveau suisse. C'est ce qui a incité un nombre considérable de débiteurs à éviter de s'endetter sur le marché des obligations en euro-dollars et à se reporter sur notre place financière. Certaines des sociétés débitrices de francs suisses considèrent que l'avantage des taux d'intérêt très modérés pratiqués en Suisse est tel qu'une réévaluation du franc suisse ne pourrait le

remettre en question. Dans le cas que nous évoquons, il faudrait que le franc s'apprécie chaque année, vis-à-vis du dollar des EU, de la différence entre le niveau de rémunération suisse et le niveau de rémunération américain pour neutraliser cet avantage⁶. Dans le cas de débiteurs domiciliés dans un pays à monnaie faible, il est de toute façon prévisible que la monnaie étrangère dans laquelle ils se sont endettés s'appréciera par rapport à la leur. Par conséquent, c'est une préoccupation secondaire que de savoir dans quelle monnaie on s'endette. On veillera simplement à s'engager dans la monnaie permettant de réaliser la plus grande économie sur le plan du service de la dette. Cela explique pourquoi le franc suisse est si «courtisé».

3. Il s'est avéré à plusieurs reprises, ces dernières années, que le marché suisse des capitaux offrait des durées d'endettement plus longues que celles qui étaient d'usage dans d'autres pays. Pour l'heure, malheureusement, les perspectives ne sont pas encourageantes, car on s'achemine plutôt vers une réduction des durées d'emprunt. Pourtant, il devrait être possible de corriger cette tendance pour le cas où la pratique de durées plus longues s'imposerait sur d'autres marchés des capitaux (actuellement, 8 à 10 ans sur le marché public et 3 à 7 ans pour les placements privés).
4. Le déroulement des opérations d'exportation de capitaux en provenance de Suisse est relativement simple. Le cadre légal dans lequel elles s'inscrivent est peu compliqué, la procédure d'agrément rapide, le travail des banques exempt de fioritures. Entre la date de remise de l'ordre et le moment où le produit de la transaction est versé, il ne s'écoule en moyenne guère plus de 4 à 6 semaines. Mais cela peut aller plus vite encore. Les sommes peuvent être traitées avec une grande souplesse: alors qu'aucun plafond n'est prescrit pour les placements privés, il est possible, depuis décembre 1983, d'émettre des emprunts pour le compte de débiteurs étrangers d'un montant de Fr. 200 millions, ce qui rend notre marché public encore plus attrayant par rapport au marché des obligations en euro-dollars.
5. Pour bon nombre de débiteurs, le problème de la réévaluation du franc est passé ces dernières années à l'arrière-plan dans la mesure où, grâce à l'existence d'actifs disponibles en francs, il était possible de couvrir le risque monétaire inhérent au service de la dette. Effectivement, aussi longtemps que des passifs libellés dans une monnaie donnée ont pour pendant des actifs dans la même monnaie, le risque de change perd de son acuité, d'autant qu'il ne pèse plus que sur les versements d'intérêts. Si, de surcroît, on dispose de revenus réguliers en francs, le risque monétaire sur les charges d'intérêts peut être minimisé sinon exclu.

Bien entendu, les débiteurs ne sont pas tous — tant s'en faut — en mesure d'assumer de cette manière le risque de change résultant d'un endettement en francs. Toutefois, de nos jours, la conclusion d'opérations de «swap»⁷ peut leur venir en aide.

⁶ En réalité, il s'agit d'un taux de revalorisation légèrement plus faible puisque les versements d'intérêts dépendent eux aussi de la réévaluation.

⁷ Swap: nous entendons principalement, en l'occurrence, le «liability swap» qui repose sur les considérations suivantes: les conditions octroyées à un débiteur sur les différents marchés financiers nationaux et internationaux varient d'une place à l'autre suivant la nature de l'emprunt, le degré de notoriété du débiteur, la composition du groupe des créanciers les plus importants et la fréquence de l'endettement sur le marché considéré.

(Suite en page 110)

Le débiteur probablement le plus important dans le domaine des opérations de «swap» est la Banque mondiale. Elle émet à l'heure actuelle, en moyenne, une centaine d'emprunts par an, dont soixante-dix s'appuient sur des opérations de «swap», la plupart de celles-ci s'effectuant en francs et en DM.

La Banque mondiale témoigne un intérêt constant pour le franc et notamment pour les emprunts à moyen et à long terme. En ce qui concerne les transactions du marché des capitaux, toutefois, il lui faut faire face, dans notre pays, à une certaine érosion. Au cours de l'année 1983, la Banque mondiale s'est procuré sur notre place financière un total de Fr. 1,650 milliard sous forme d'emprunts publics, de placements privés et de crédits consortiaux. Elle s'est procuré en outre des francs de la part de tiers⁸ qui ne s'intéressaient pas à cette monnaie et qui ont donc emprunté dans d'autres valeurs (dollar des EU, dollar canadien, ECU). Depuis le début de son exercice en cours, la Banque mondiale s'est engagée pour \$ 3,5 milliards sous forme d'obligations à revenu fixe, auxquels s'ajoutent 500 millions de dollars dans le cadre de son programme de «discount notes», ce qui représente en moyenne une charge d'intérêts de 9,5% l'an. Grâce aux opérations de «swap» qui ont suivi, la Banque mondiale a pu abaisser le service de sa dette à 8,33% par an⁹.

Les transactions «swap» impliquent qu'un certain nombre de débiteurs qui émettent un emprunt en Suisse ne sont pas tenus de conserver leurs francs, mais peuvent les échanger contre une monnaie moins «dangereuse». Bon nombre de sociétés qui empruntent actuellement en francs ne tiennent pas à s'endetter dans notre monnaie. D'autres, par contre, qui ne veulent pas faire d'apparition publique en Suisse, trouvent accès à notre monnaie à des conditions avantageuses par le biais du «swap».

Abstraction faite des «swaps», on a mis au point récemment un nouveau moyen d'assurer le risque de change lié à un endettement en francs: il s'agit des emprunts dits à double monnaie¹⁰. Grâce à la conversion immédiate du produit de l'emprunt en dollars des EU, tout risque de change sur le capital est écarté. Le risque subsistant au niveau des intérêts est soit couvert sur le marché des changes, soit assuré par le biais d'un «swap» entre deux emprunts de même durée, ou bien encore il n'est pas couvert du tout; cette dernière possibilité est adoptée par des sociétés qui, disposant de revenus réguliers en francs, peuvent les affecter au règlement des intérêts débiteurs. Les emprunts à double

(Suite de la page 109)

Il existe une technique qui permet à deux débiteurs, pour peu qu'ils aient des besoins contraires et simultanés, de tirer profit de ces différences de traitement sur les marchés: elle consiste pour eux à faire un «liability swap» en échangeant leurs dettes. L'intérêt d'une telle transaction réside dans le fait que les deux parties peuvent se financer à des conditions plus avantageuses que si chacune avait couvert ses besoins directement sur le marché (Cf. Swiss Bank Corporation: *Prospects*, août/septembre 1983: «Liability Swaps»: Techniques, motives and risks).

⁸ L'emprunt par la Banque mondiale de francs supplémentaires par le biais d'opérations de «swap» se fait en accord avec la BNS, soucieuse de surveiller l'endettement en francs de la Banque mondiale.

⁹ Cf. *Agefi: News — Highlights*, n° 494, novembre 1983, page 1756.

¹⁰ Le principe de l'emprunt à double monnaie consiste à rembourser en dollars EU un emprunt contracté en francs et ce, à un cours de change fixé à l'émission. Ce taux est ainsi calculé qu'en cas de dévaluation du dollar par rapport au franc, il subsiste une marge permettant de compenser cette dévalorisation (ainsi, pour l'emprunt de la Eli Lilly Overseas Finance 1984-96 à 7% d'un montant de Fr. 100 000 000, le remboursement d'une obligation de Fr. 5000 — valeur nominale — a été fixé à 3350 dollars EU, ce qui correspond au cours de Fr. 1,4925 pour un dollar. A la date d'émission, le dollar était à Fr. 2,20). Le montant du remboursement doit être ainsi calculé que, compte tenu des intérêts (payables une fois l'an en francs), le coût global de l'emprunt soit au moins égal ou inférieur à celui d'un emprunt comparable émis en dollars.

monnaie sont appréciés surtout des multinationales américaines qui, ainsi, se procurent des dollars à bon compte à condition, bien entendu, de pouvoir assurer leurs remboursements d'intérêts contre le risque de change.

CONCLUSIONS

Quel est l'avenir du franc suisse sur le plan international? Tout porte à croire qu'il restera une monnaie convoitée. Tant que les investisseurs lui manifesteront de l'intérêt, les débiteurs feront de même. A une époque où nous sommes confrontés, dans la zone dollar, à des taux d'intérêt qui sont largement le double de ceux que pratique la place financière suisse, un débiteur doit se demander sérieusement si un emprunt en dollars est raisonnable, d'autant plus que le franc est plutôt à l'heure de l'effritement face à la monnaie américaine. Tout emprunt pose donc la question des solutions de rechange. Renoncer à un endettement en dollars, c'est n'avoir plus que le choix entre le mark (assez cher, sur un marché rigoureusement régularisé), le yen (suspect de réévaluation, marché très rigoureusement régularisé) et le franc suisse. En ce qui concerne cette dernière monnaie et le marché suisse des capitaux, la constatation qui s'impose est la suivante: les taux d'intérêt y sont bas, plus bas que sur n'importe quel autre marché analogue; la banque centrale poursuit, en matière d'exportations de capitaux, une politique extrêmement libérale qui permet pratiquement à tout débiteur d'emprunter en Suisse et sur les marchés public et privé; le potentiel de placement des banques reste très important; les durées d'endettement offertes dépassent la moyenne de celles qu'on peut obtenir sur d'autres marchés.

Cela dit, il va de soi que notre marché est perfectible. Sur le marché secondaire, notamment, de gros progrès restent à faire pour éliminer les énormes fluctuations de rendement fréquemment observées entre plusieurs emprunts d'un même débiteur. A ce propos, peut-être conviendrait-il également de se demander si le droit de timbre fédéral sur titres négociés ne constitue pas un obstacle insurmontable au développement d'un marché qui se veut compétitif sur le plan international et ne pourrait pas amener une partie des transactions à s'expatrier, petit à petit, à l'étranger.

En dépit d'un environnement marqué par des fluctuations de change, malgré l'inclinaison du franc suisse à s'apprécier régulièrement face à bon nombre de monnaies, il est surprenant de voir que nos exportations de capitaux continuent de s'accroître. Cette évolution se poursuivra-t-elle? Tout dépendra de la demande dont notre monnaie fera l'objet en tant que valeur refuge. Si cette demande s'accroît chez les investisseurs, il n'est pas douteux qu'on arrivera à offrir les placements correspondants (par exemple sous forme d'obligations à moyen et à long terme) à des conditions qui conserveront au franc suisse tout son attrait comme monnaie d'emprunt.